

注册制改革背景下券商保荐与承销职能研究 ——以IPO市场为例

辛达奇, 齐竹君, 张 霜
(南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要: 全面实行股票发行注册制是我国当前资本市场改革的重点内容。相比于核准制,注册制更加强调券商在事前把关和价值发现中的作用。基于相关法律法规和我国IPO市场的实践数据,以定量的方式评价券商在新股发行上市工作中取得的成绩和存在的现实问题。综合分析券商在项目遴选保荐、新股定价、合规管理等方面的表现,发现注册制试点启动以来,IPO数量和募集资金规模显著增长,新股发行审核效率和定价市场化程度相比于核准制阶段有所提升。从建立健全声誉机制、提高券商自主配售权、充分发挥行业协会作用三个方面完善我国新股发行制度,切实提高券商服务直接融资的水平。

关键词: 注册制; 券商; 保荐责任; 定价效率

中图分类号: F832.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 2095-0098(2023)03-0016-12

一、引言

2023年2月1日,证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见^①,我国全面实行股票发行注册制改革正式启动。全面实行股票发行注册制改革是贯彻落实中共二十大对“健全资本市场功能,提高直接融资比重”^②要求的重要举措。自我国注册制改革启动以来,各板块定位更加清晰,多层次资本市场体系日益完善,多元包容的发行上市条件为企业获取直接融资提供了更多可能,也为PE/VC提供了更加畅通的资金退出渠道。由此,中小企业特别是科技型中小企业将在初创期和成长期能够得到更多的资金支持,有助于提升我国整体科技创新实力,培育发展新动能,推动实现经济高质量发展。

我国资本市场发展尚不成熟,加强发行上市各个环节的监督力度,厘清和落实发行人、交易所、中介机构和证监会等各方责任成为我国注册制改革的重点内容。其中,证券公司(以下简称“券商”)作为资本市场的“看门人”和询价定价的重要参与方,在注册制改革中被赋予了重要责任。然而,在我国注册制实践中,券商依然存在“带病闯关”“一查就撤”、执业过程中未勤勉尽责和审慎核查、定价不合理等一系列问题(夏东霞和范晓,2019;广发证券课题组,2020)^[1-2]。这些问题反映出部分券商尚未真正领会和重视注册制的新要求,并不具备与注册制相匹配的执业理念、组织模式和专业能力。

鉴于此,有必要进一步明确注册制下券商应当承担的责任义务和应当具备的能力素质,指导券商在实践中不断增强优质项目的甄别能力、企业估值能力和发行承销能力,从而为资本市场服务实体经济提供有力的

^① 资料来源:中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7047626/content.shtml>。

^② 资料来源:《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》, http://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm。

收稿日期: 2022-10-11

基金项目: 中央高校基本科研业务费专项资金资助(63222054); 南开大学亚洲研究中心资助研究课题“基于多目标决策理论的统筹防疫与经济发展之建模研究”(AS2218)

作者简介: 辛达奇(1987—),男,山西左云人,博士,讲师,研究方向为IPO、证券分析。

支持。现有研究对注册制下中介机构的角色定位和职能划分进行了比较充分的探讨(唐应茂 2014; 甘培忠和孔令君 2015)^[3-4], 也有学者利用 2019 年科创板开板后的真实市场数据对注册制改革后的 IPO 定价效率展开实证研究(张宗新和吴钊颖 2021; 赖黎等 2022; 吴锡皓和张弛 2022)^[5-7]。但由于早期文献缺少中国注册制实践数据, 大多数文献在提及中介机构时没有特意进行区分和针对性研究, 现有研究在我国注册制改革下券商从事新股保荐的实践效果评价这一方面存在欠缺。

在中国全面实行股票发行注册制改革的背景下, 对券商在项目遴选、保荐辅导、信息披露、新股定价、内部控制与合规管理等方面的监管要求和实际表现进行综合分析。首先, 系统收集了 2019 年至 2022 年 8 月我国科创板和创业板注册制改革后的证券发行上市的相关法律法规、政策指引和规范性文件, 对其中关于券商服务新股发行的新标准、新要求的内容进行梳理, 总结出注册制改革以来监管机构和市场赋予券商的责任和能力要求。其次, 结合 2016 年至 2022 年 8 月我国沪深交易所新股发行的实践数据, 从总体情况、立项保荐、定价效率、合规情况等四个方面分析和评价近年来券商服务新股发行的效果。总体而言, 注册制提高了我国新股发行和定价效率, 但券商的责任没有得到充分履行, 券商的专业能力、责任意识和执业质量有待提升。最后, 从建立健全声誉机制、提高券商自主配售权、充分发挥行业协会作用等三个方面, 提出提高券商履行中介机构职责的能力和专业水平的对策建议。

二、文献综述

在我国新股发行的核准制阶段, 证监会对新股发行的实质性审核客观上形成了对新股投资价值的“背书”, 弱化了发行人、保荐机构等方面的责任(甘培忠和孔令君 2015)^[4], 导致中介机构角色扭曲。因此在我国不断推进注册制改革的背景下, 如何厘定和落实券商的“看门人”责任, 提高其服务新股发行的能力, 成了研究的重点。

关于券商的资本市场“看门人”职责, 唐应茂(2014)^[3]指出, 核准制下证监会管定价, 券商不关心发行和市场而是将大量精力放在准备招股说明书和申报材料等本应由律师负责的工作上, 律师则把大量精力放到法律意见书的准备上, 这样的中介机构角色错位是造成我国股票发行制度与美国注册制之间存在差距的原因之一。甘培忠和孔令君(2015)^[4]提出, 注册制下的中介机构应当是规范执业的专业人、恪守独立的“看门人”和自担风险的责任者。孙杨俊(2020)^[8]指出, 我国证券中介机构担任“看门人”是由行政立法确立而不是市场自发选择的结果, 中介机构对“看门人”身份的认同度不高, “看门人”独立性的规定流于形式, 声誉机制和法律责任无法严格约束中介机构行为。

关于注册制下券商等中介机构的法律责任认定, 刘志云和龙稳全(2018)^[9]对我国投资银行承担勤勉义务进行了法理阐释, 指出保荐人与其他中介机构权责划分的不平衡弱化了其他中介机构的主体地位, 建议以明晰责任为核心重构投资银行与其他中介机构之间的关系, 并引入宽恕制度。任泽宇(2020)^[10]从行政与司法责任角度出发, 探讨了《证券法》修订背景下科创板保荐人的责任边界、IPO 欺诈发行的可能救济方式与赔付制度。周淳(2021)^[11]、丁宇翔(2021)^[12]、史欣媛(2022)^[13]和邢会强(2022)^[14]对目前我国注册制下中介机构虚假陈述的过错认定和赔偿责任原则是否适用进行了探讨。

关于注册制定价效率, 广发证券课题组(2020)^[2]聚焦券商定价责任与能力, 将国内券商履行职责与国际券商进行横向对比, 明确指出我国券商定价能力不足, 并且构建了券商 IPO 定价能力评估体系。张宗新和吴钊颖(2021)^[5]发现, 科创板的询价机制改革通过“询价机构报价行为”路径提升了新股发行定价效率, 价格限制改革则抑制了科创板新股首日报价程度, 也加速了市场日后均衡价格的形成。董秀良等(2021)^[15]发现科创板新股定价存在明显的高估现象, 主承销商“只荐不保”的问题仍然突出, 券商声誉机制和跟投制度没有发挥应有的作用。东北证券-复旦大学课题组(2022)^[16]采用定量的方法, 从机构投资者询价行为、一级市场化定价效果和二级市场定价效率等多个角度系统评估了我国注册制新股发行市场化改革的成效。赖黎等(2022)^[6]发现注册制宣告后非科创板新股实际首日收益率和连续涨停天数下降, 并发现在注册制实施后科创板新股比其他板块的实际首日收益率更低、连续涨停天数更少, 认为注册制提升了市场定价效率。吴锡皓和张弛(2022)^[7]发现 IPO 一级市场中承销商寻求风险溢价补偿和二级市场中投资者非理性行为共同导致了注册制改革后 IPO 抑价率反而提高。

总体来看,现有文献对注册制改革下中介机构如何更好地发挥事前把关和价值发现作用进行了比较充分的探讨。唐应茂(2014)^[3]、甘培忠和孔令君(2015)^[4]等学者对核准制下证券市场角色错位的问题以及注册制下中介机构理应发挥的作用进行了分析和展望,其观点对当前依然具有指导意义。张宗新和吴钊颖(2021)^[5]、赖黎等(2022)^[6]、吴锡皓和张弛(2022)^[7]等学者利用实证方法对我国注册制改革后的IPO定价效率进行了检验,为评价我国注册制改革的成效提供了经验证据。

但是,现有文献也存在一些不足之处。一方面,2020年之前的文献受限于缺少我国注册制实践数据,只能从理论层面对券商从事新股保荐和IPO定价业务提出制度设计方案或政策建议,无法切实评价实际效果;2020年至今的文献中,IPO定价方面实证论文相对较多,而券商的保荐职能方面的论文仍然偏重于规范性分析。另一方面,多数研究在提及注册制改革下中介机构的职能时是将各类中介机构作为一个整体进行讨论,如甘培忠和孔令君(2015)^[4]等,或者各类中介机构均有提及但没有明显侧重的一方,如唐应茂(2014)^[3],较少有以券商为对象的针对性研究。综上,现有研究在我国注册制改革下券商从事新股保荐的实践效果评价这一方面存在一定的欠缺。

三、注册制下券商服务新股发行的责任与能力要求

券商作为连接资本市场和实体经济的桥梁,是资本市场的重要参与者和建设者。为更好地推动我国全面实行以信息披露为核心的公开发行证券注册制改革,券商应改变以往的行为模式,切实提高责任意识和诚信意识,不断完善公司治理和内部控制组织体系,增强把关作用和定价能力,以更高的执业质量服务我国资本市场健康稳定发展。系统梳理了2019年至2022年8月期间监管部门发布的注册制改革相关法律法规,从项目遴选、保荐辅导、承销定价、信息披露、内部控制等方面总结券商在服务新股发行定价过程中应当承担的责任和具备的能力。

(一) 遴选优质项目,恪守“看门人”责任

券商配合交易所做好证券发行前端的实质审核工作,在当前我国资本市场发育尚不成熟、个人投资者众多、机构力量尚未成为主导的环境下有重要意义。根据相关法律法规,券商在保荐工作中应当以独立、客观、公正、审慎的立场,在项目立项、尽职调查、上市辅导、发行申报、持续督导等各环节规范执业、诚实守信、勤勉尽责,恪守行业准则和职业道德,发挥“看门人”作用,提高公开发行证券质量,保护投资者合法权益。^①

第一,券商应专业、独立地进行充分尽职调查。在保荐工作中,券商应充分发挥自身的专业知识技能、研究能力和信息渠道优势,谨慎立项,并且通过尽职调查充分了解发行人的经营状况及其面临的风险和问题,将存在财务造假、隐瞒重大风险事项等情况的低质量发行人排除在资本市场之外。充分的尽职调查有助于保护投资者特别是中小投资者合法权益,增强投资者信心和市场参与度。

第二,券商应做好辅导和持续督导工作。在发行人申请发行上市前,券商应辅导发行人建立健全公司治理体系、内部决策和控制制度、财务会计制度等,对发行人进行系统的法规知识、证券市场知识培训,使其具备诚信意识、自律意识和法治意识。在证券发行上市后,券商应在持续督导期间勤勉尽责,严格监督发行人履行规范运作、信守承诺、信息披露等义务,为资本市场遴选和培育具有成长潜力、持续运营、规范运营的优质企业。

第三,券商应严格履行信息披露责任。在证券发行上市前,券商应对发行人申请文件和信息披露资料进行尽职调查和审慎核查,对其他中介机构专业意见中的异常情形进行调查复核。在证券发行上市后,券商应持续督导发行人严格履行信息披露义务,达到真实、准确、完整的要求。高质量的信息披露可以有效缓解发行人和投资者之间的信息不对称问题,使投资者得以公平地参与到资本市场中,分享经济发展和资本市场改革红利。

^① 《证券法》第十条规定了保荐人诚实守信和勤勉尽责的责任,《证券发行上市保荐业务管理办法》《保荐人尽职调查工作准则》《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》等部门规章和规范性文件对券商从事尽职调查、上市前辅导和推荐上市等保荐相关业务的职责义务、流程内容、制度体系、机制程序等作出了详细规定,《证券公司投资银行类业务工作底稿电子化管理系统建设指引》等行业规定进一步明确了规范详细的执业标准。

为进一步提高券商在保荐工作中的执业质量,压实“看门人”的责任,监管机构还出台了一系列配套规章制度。2019年《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》第三章明确了保荐机构相关子公司的跟投制度,要求保荐机构相关子公司“按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量2%至5%的股票”并规定了24个月的跟投锁定期。这一制度旨在通过资本投入的方式将券商与投资者进行利益捆绑,减少券商与发行人合谋造假的可能性,督促券商在发行上市前严格把关,加强估值研究和合理定价,在发行上市后以保荐机构身份和股东身份监督发行人规范运作和信息披露,减少因发行人经营失败、违法违规等原因形成的投资损失。2021年7月《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》提出“申报即担责”原则,对出现“投行项目撤否率高、公司债券违约率高、执业质量评价低、市场反映问题多”等现象的券商加大监管问责力度,采取自律管理、日常监管、行政处罚、刑事惩戒以及民事赔偿等方式,坚决杜绝“带病闯关”行为。

(二) 增强承销组织能力,提高市场化定价效率

证监会和沪深交易所出台了一系列规章条例,明确了注册制下证券市场化定价的询价制度^①,并且通过《关于修改〈创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定〉的决定》等文件对原本不低于10%的高价剔除比例和定价突破“四数孰低值”时需延迟发行等规则进行了修改和完善,旨在促进买卖双方均衡博弈,进一步提高发行定价市场化水平。询价制下,证券发行价格由发行人、承销商、网下投资者等市场参与主体通过路演、询价、定价、配售等环节加以确定,证监会不再对市盈率等指标等作出行政管制。作为主承销商,券商在承销业务中应当负有以下责任:

第一,提高招股说明书信息披露质量,有效组织路演推介。《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》要求券商应当保证相关信息真实、准确、完整,不得存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;以投资者需求为导向,在确保专业性的同时提高招股说明书可读性;坚持问题导向,提高投资决策相关性和信息披露针对性。《注册制下首次公开发行股票承销规范》第二章详细规定了发行人和主承销商向战略投资者、网下投资者和公众投资者进行路演推介的条件、内容、方式、参与人员等业务规范。券商应当严格遵守职业规范,路演推介应在监管机构允许的公开信息披露范围内进行,宣传材料与发行人实际情况保持一致并经律师事务所审核,不得进行虚假、夸大、误导宣传。

第二,提高研究能力,以高质量投资价值报告正确引导投资者预期。《注册制下首次公开发行股票承销规范》第四章规定了采用询价方式确定发行价格的,主承销商应向网下投资者提供投资价值研究报告,对投资价值研究报告的内容和质量负责。投资价值研究报告制度对券商的研究能力提出了更高的要求,券商分析师需要采用专业严谨的方法,基于权威、真实、准确的数据基础和事实依据,独立、审慎、客观地对发行人的投资价值做出分析和判断,为网下投资者评估证券投资价值和后续报价提供可靠依据。此外,高质量的投资价值报告需要券商强大的承销组织能力作为支持,券商通过充分协调分析师、发行人、投资者和销售团队之间的信息交流与反馈,可以提高投资价值报告与路演推介的专业性、针对性和有效性。

第三,充分调动和组织专业机构投资者参与询价,形成合理的发行价格。我国注册制改革将公开发行定价的市场化改革作为重点内容之一,询价制强化了主承销商和网下投资者在定价过程中的作用,旨在凭借机构之间的定价博弈形成合理价格,提高资本市场价格发现和资源配置效率。特别是在科创板的发行制度规定了网下投资者的高额初始发行比例的情况下^②,主承销商需要进一步强化对机构客户的关系网络管理:一方面努力发展新的机构客户,增加机构客户数量,以保障发行成功和价格合理;另一方面加深对现有机构客户的了解,从风险偏好、资金实力等方面对机构客户进行分类管理,以便于对不同偏好的客户进行有针对性

^① 例如,《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法(2021年修订)》规定,首次公开发行股票并在科创板上市的应向网下投资者询价确定股票发行价格。《深圳证券交易所创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则(2021年修订)》第八、九条规定,首次公开发行证券并在创业板上市的,可通过向网下投资者询价方式确定发行价格,也可通过直接定价的方式确定发行价格,但直接定价方式受到严格限制。《公司债券发行与交易管理办法(2021修订)》第四十四条规定,公司债券公开发行的价格或利率以询价或公开招标等市场化方式确定。

^② 《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法(2021年修订)》第十三条规定了“公开发行后总股本不超过4亿股的,网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的70%”和“公开发行后总股本超过4亿股或者发行人尚未盈利的,网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的80%”。

的推介,帮助实现投资者、发行人和券商自身的共赢。

(三) 完善内部控制体系 培养诚信文化

内部控制是券商规范执业和防范风险的重要制度保障,也是券商在注册制改革大环境下增强自身竞争力的必要条件。《证券公司投资银行类业务内部控制指引》对证券公司投资银行类业务内部控制的目标原则、组织体系、保障方法、各阶段内部控制内容等作出了详细规定。券商应当严格遵照法律法规、规章及其他规范性文件、行业规范和自律规则的要求,建立健全内部控制制度、工作流程和操作规程,加强对从业人员诚信意识、合规意识和责任意识培养,在部门设置、人员管理、业务流程、激励约束等方面强化自我管理。

诚信是证券行业高质量发展的保障。证券业协会在《证券行业诚信准则》和《证券行业执业声誉信息管理办法》等行业规定中强调,要建立健全诚信规则体系,并通过建立包含基本信息、诚信信息和其他执业声誉信息的数据库的方式,充分发挥声誉机制和自律管理对券商等行为主体的约束作用。券商作为证券市场的重要参与者,需要依法依规、诚实守信、公正客观、独立专业地开展相关业务活动,在日常管理中积极加强诚信文化和执业质量建设,将声誉积累作为企业发展的重要内容,自觉承担起对投资者、客户以及证券行业的责任,共同营造良好的行业诚信氛围。

四、注册制下券商服务新股发行定价的现状分析

选择 2016 年至 2022 年 8 月期间沪深市场 IPO 数据,对券商从事新股发行定价的业务能力进行研究。首先分析我国注册制试点以来券商服务新股发行的总体情况,并从立项保荐、定价效率、合规情况等三个方面进一步展开,考察券商在服务新股发行和定价的实践中是否满足我国注册制改革所提出的责任和能力要求。如无特殊说明,全文数据均来源于 wind 金融数据库。

(一) 总体情况

1. IPO 数量和募集资金情况。从科创板和改革后创业板的实践效果看,新股发行上市日益畅通,注册制已经成为新股发行的重要渠道。图 1 和图 2 分别展示了主板^①、创业板和科创板 IPO 数量、募集资金规模与注册制占比的情况。可以看出,注册制实施以来 IPO 数量和募集资金规模稳步增加,并且通过注册制成功发行上市的新股数量和募集资金占全部 IPO 的比例^②逐年提高,已从 2019 年科创板初次试点时的 34.48% 和 32.55% 上升到 2022 年的 79.30% 和 71.73%,成为新股发行上市的主要方式,这得益于科创板和创业板设置多元化上市标准、优化上市流程等多重措施。

2. 新增上市公司所属行业情况。表 1 展示了 2020 年 9 月至 2022 年 8 月^③主板、创业板和科创板新增上市公司所属 wind 主题行业的分布情况。主板新增上市公司大多属于食品、化工、机械制造、纺织、电力等传统行业,并且分布相对均匀。创业板在注册制改革后的定位是“主要服务成长型创新创业企业,支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合”,在统计期间新增上市公司较多地集中于电子、机械、化工行业,同时商业服务、软件、环保、医疗保健等切合社会经济发展需要和人民更高质量需求的行业也有所发展。科创板在统计期间新增上市公司主要集中于半导体、电子元件及设备、生物科技等符合其“硬科技”定位的行业。如果按照战略性新兴产业^④进行分类,那么科创板在统计期间新增上市公司数量前五名的依次是新一代信息技术产业(111 家,37.76%)、生物产业(60 家,20.41%)、高端装备制造产业(51 家,17.35%)、新材料产业(35 家,11.90%)和新能源产业(15 家,5.1%)。

① 此处及后文所称“主板”数据均是上证主板和深证中小板合并统计。

② 为保持前后一致,图 1 中的计算结果剔除掉了北交所 IPO 数据(包含原新三板精选层 IPO 数据)。如果考虑北交所,则 2020 年、2021 年和 2022 年的注册制占比数据分别是 47.93%、68.89% 和 81.50%。

③ 考虑到不同板块新增上市公司行业分布在时间方面的可比性,此处选择了创业板注册制试点后两年的时间区间,即 2020 年 9 月 1 日至 2022 年 8 月 31 日的统计数据。创业板数据并未包括 2020 年 8 月注册制试点的首批企业。

④ 分类依据《战略性新兴产业分类(2018)》(国家统计局令第 23 号) http://www.stats.gov.cn/tjgz/tzgb/201811/t20181126_1635848.html。

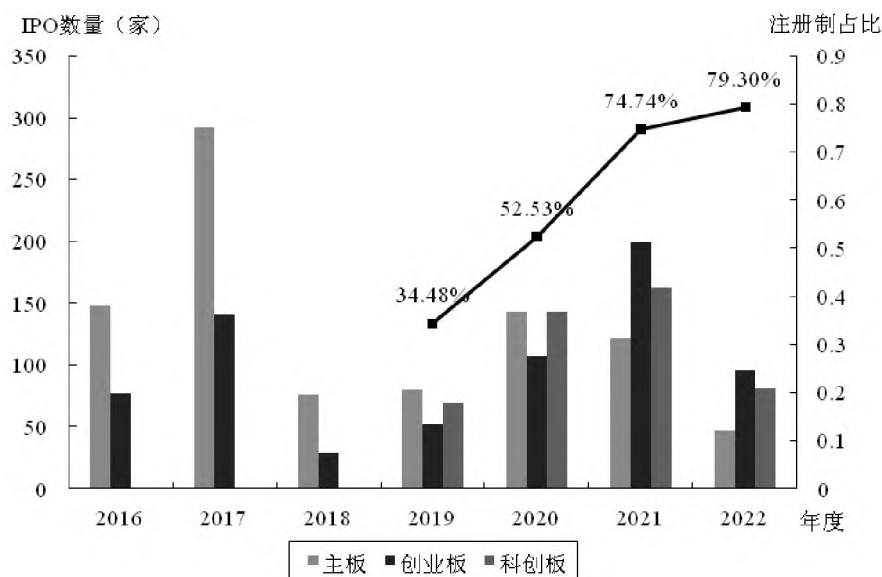


图1 IPO数量及注册制IPO占比

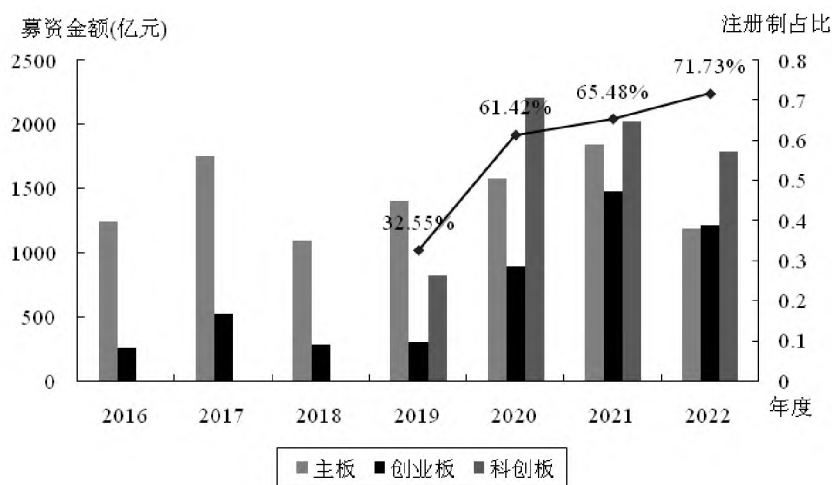


图2 IPO募资规模及注册制IPO占比

表1 新增上市公司所属行业前十(按总数计算)

	主板		创业板		科创板	
	行业名称	占比(%)	行业名称	占比(%)	行业名称	占比(%)
1	食品	7.44	电子元件及设备	12.87	半导体	14.97
2	化工原料	7.02	工业机械	10.82	电子元件及设备	14.63
3	汽车零部件	7.02	化工原料	7.02	电工电网	10.54
4	电子元件及设备	5.79	汽车零部件	6.43	生物科技	10.54
5	工业机械	5.79	商业服务	6.14	工业机械	8.84
6	纺织服装	4.96	电工电网	5.26	制药	5.44
7	电力	4.13	软件	5.26	软件	5.10
8	建筑	4.13	环保	4.39	医疗保健	5.10
9	家用电器	3.72	医疗保健	3.51	精细化工	4.08
10	建材	3.72	精细化工	3.22	航天军工	3.74

(二) 项目遴选与保荐工作情况

注册制要求券商更好地发挥资本市场“看门人”角色的作用,通过专业的宏观、行业和公司研究能力与

审慎规范的尽职调查、上市前辅导和信息披露工作,把控项目遴选和保荐质量。采用 IPO 审核通过率和因主动撤回及其他原因终止 IPO 申请的比例来考察券商在项目遴选和保荐工作中的质量。

1. IPO 审核通过率情况。图 3 展示了主板、创业板和科创板的 IPO 月度审核通过率情况^①。2016 年,主板和创业板的平均月度审核通过率分别为 93.30% 和 87.66%,处于较高的水平。2017 年以来受到证监会严把上市质量关的影响^②,IPO 审核通过率明显下降,2017 年主板和创业板的平均月度审核通过率分别为 80.08% 和 65.94%,2018 年分别为 63.92% 和 50.94%。2020 年 10 月国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》,指出把好市场入口关是提高上市公司质量的基础,此后严把 IPO 入口、加强对“带病上市”的审核成为监管工作重点,主板的平均月度审核通过率从 2020 年的 93.92% 下降至 2021 年的 75.80%,而 2022 年前 8 个月平均为 79.63%,继续保持严格监管趋势。

科创板和创业板注册制改革以来,IPO 平均月度审核通过率分别为 92.21% 和 93.80%,维持在相对稳定且较高的水平。由于 IPO 审核通过率在一定程度上能够反映出券商在项目承揽、保荐辅导和申报准备等方面的工作质量,从图 3 呈现的结果可以看,科创板和创业板注册制改革后的月度审核通过率总体上高于主板,说明在注册制对信息披露严格要求和各项规则日益完善的情况下,券商在 IPO 保荐方面的工作质量有所提升。

进一步分析上市委给出的被否原因可以发现,多数未通过审核的项目是由于缺乏独立性、缺乏持续经营能力、内部控制制度不健全、会计基础工作不规范、关键人员和企业存在违法违规行为、非公允关联交易等传统因素被否决,也有部分项目是由于缺乏科创属性、自主创新能力不足、不符合创业板定位等因素而被否决。总体来看,大部分项目因质量较低、与板块定位不符或券商申请材料准备不足而无法通过交易所审核,说明一些券商在项目承揽和尽职调查过程中没有对存在重大缺陷的 IPO 项目进行预先筛选,或者在保荐辅导过程中由于不够重视或能力不足等原因而未能辅助企业完善相关内部制度,又或者在提交申报材料时对监管部门可能关注的问题准备不够充分。以上问题反映出部分券商仍然没有适应注册制下作为资本市场“看门人”的角色。

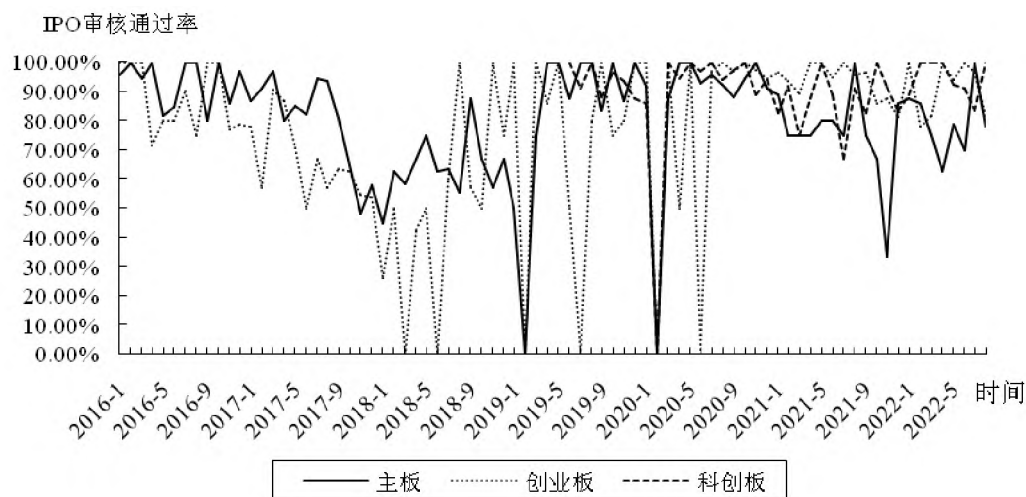


图3 IPO 月度审核通过率

① 通过率 = 通过家数 / 上会审核家数。按照证监会发审委或上交所上市委的会议日期确定各 IPO 项目所属的时间节点。图 3 中通过率 0% 的情况如下: 2018 年 3 月, 创业板 IPO 上会数量为 0, 通过率 0%; 2018 年 6 月, 创业板上会 1 家, 被否 1 家, 通过率 0%; 2019 年 2 月, 受春节假期影响, 没有安排发审会, 因此主板和创业板通过率均为 0%; 2019 年 7 月, 创业板上会 4 家, 被否 4 家, 通过率 0%; 2020 年 2 月, 受春节假期影响, 主板、创业板、科创板提交会议审核数量均为 0, 通过率均为 0%; 2020 年 6 月, 证监会宣布创业板注册制试点, 创业板 IPO 上会数量为 0, 通过率 0%。

② 2017 年 10 月第十七届发审委任职后, 在对关联交易、持续盈利能力、财务问题、合法合规问题等重点问题予以持续关注的基础上, 进一步提高了审核细致程度和丰富程度, 并且增加了对会计政策使用、同业竞争、重大客户依赖、政策环境影响等方面的关注。

2. IPO 终止申请的情况。图 4 展示了主板、创业板和科创板因主动撤回及其他原因而终止 IPO 申请^①的比例。其中,由于主动撤回而终止申请的情况主要集中于科创板(81 例)、创业板(172 例),主板仅 1 例。从图 4 中可以看出 2020 年 12 月以来因券商主动撤回而终止 IPO 申请的比例居高不下,特别是 2022 年 8 月创下 11.83% 的新高。而在这些主动撤回的企业中,有 116 例(占比 45.67%)是在经过问询后主动撤回了 IPO 申请,有 73 例(占比 28.74%)是在中止审查后主动撤回。此类终止申请大部分是由于在存在申请材料不真实、不准确或不完整等问题的情况下,仍然试图蒙混过关,或者对上市委和发审委所关注的重点问题不够重视,申报时存在侥幸心理,在趋于严格的审查和监管下只能主动撤回申请。“一查就撤”的现象反映出部分券商把关不严、信心不足,没有很好地履行对发行人申请文件和信息披露资料进行尽职调查和审慎核查的责任,也没有做好对发行人进行上市前督导改制的工作。

2021 年 7 月证监会发布的《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》中提出了“申报即担责”的原则,要“建立投行业务违规问题台账,对投行项目撤否率高、公司债券违约率高、执业质量评价低、市场反映问题多的证券公司,每年至少组织一次专项检查”。从图 4 的结果看,监管部门加大对投行的问责力度的措施目前还没有起到理想的效果。

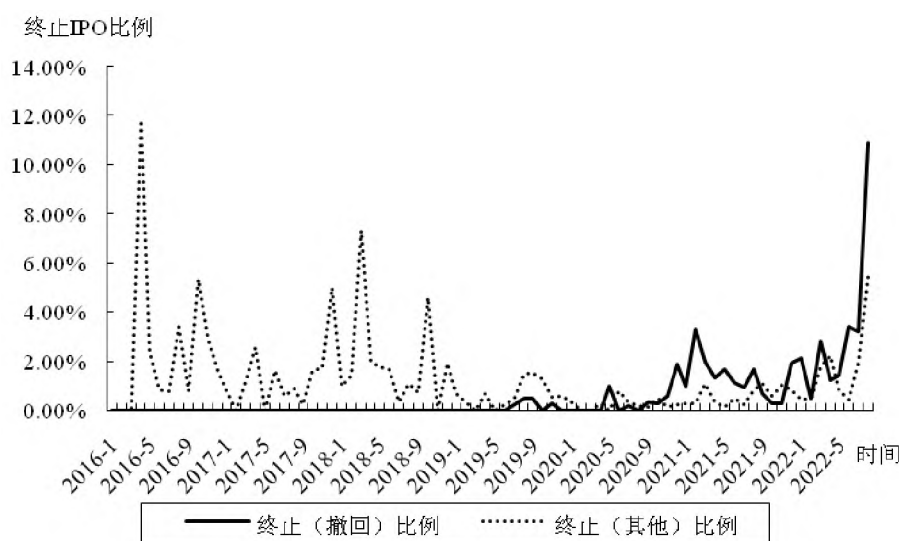


图 4 因撤回及审核不通过而终止 IPO 申请的比例

(三) 定价效率

证监会、交易所和证券业协会对注册制下证券发行过程中的路演推介、询价、簿记、定价、配售、网下投资者管理、信息披露等各个环节作出了详细规定,旨在推动买卖双方实现均衡博弈,提高定价的市场化水平。采用首发市盈率、新股上市后平均涨跌幅等指标来考察券商的定价能力。

1. 首发市盈率情况。图 5 展示了主板、创业板和科创板首发市盈率的分布情况^②。主板长期以来受到新股发行 23 倍市盈率的窗口指导,在统计期间 911 家新上市公司中仅有 18 家(占比 1.97%) 首发市盈率超过 23 倍,而这 18 家中有 16 家是中央或地方国有企业,其较高的首发市盈率存在着部分国有资产保值增值的目的。创业板在注册制改革之前同样受到管制,344 家新上市公司中没有任何一家的首发市盈率超过 23 倍;注册制改革后 360 家新上市公司中超过 23 倍的有 255 家(占比 70.83%),市场化程度得到明显提高。科创板的首发市盈率整体上高于其他板块,有近半数的首发市盈率超过 40 倍。从这一点看,注册制下定价效率较核准制有明显提升,市场化程度更高的定价方式使股票价格与公司市场价值相匹配,可以帮助企业募集到正常发展所需的资金,并且也有助于维护新旧股东的利益平衡。

^① 因其他原因而终止 IPO 申请包括因审核不通过而终止申请、中止审查和终止注册的三种情形。

^② 2016 年至 2022 年 8 月期间主板 IPO 共 916 家,其中 5 家无首发市盈率数据;创业板不存在缺失;科创板 IPO 共 459 家,其中 43 家无首发市盈率数据。图 5 在计算时并未将缺失首发市盈率数据的 IPO 项目包括在内。

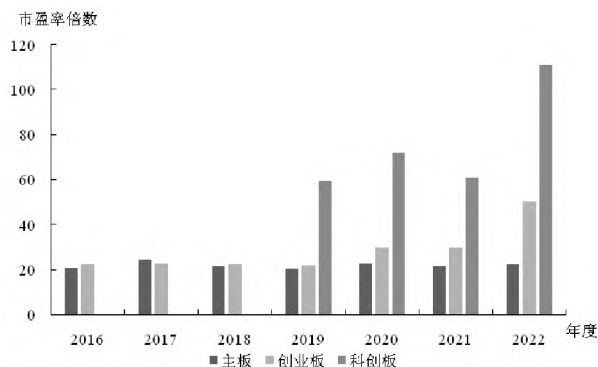


图5 平均首发市盈率

需要指出的是,我国注册制试点以来也存在一些低市盈率、低发行价、募集资金不及预期的情形。2019年注册制试点至2022年8月以来,通过注册制在科创板和创业板首发上市的公司共819家,其中有454家首发市盈率低于发行时的行业平均市盈率;发行价低于5元的有33家;多家公司实际募集资金净额低于预期,资金缺口最大的是虹软科技(688088),较预期少募集10.46亿元,占预期募集资金净额的45.46%。这类情形的产生可以归结为多种原因:一是此前“10%高价剔除”“四数约束”“按比例配售”等定价机制不完善导致机构投资者为不被高价剔除而压低报价。二是网下机构投资者参与询价和申购的目的主要在于参与打新、追求收益,而不是发掘企业价值,因此倾向于压低报价来保证获配、增加获利。三是部分券商出于服务发行人利益、赚取高额佣金、抵消压价影响等原因,刻意抬高报价区间^①,反而导致网下投资者习惯性压价。多种原因导致了承销商和机构投资者的专业定价能力没有发挥预期作用,新股定价效率和市场化程度仍有待提高。

2. 新股上市后涨跌幅。表2展示了主板、创业板和科创板新股上市首日到上市后一年间的平均涨跌幅^②。主板和创业板改革前受到23倍市盈率和首日最大涨幅44%的限制^③,定价普遍较低且上市首日涨幅局限在44%左右;相应地,上市后5日至一年的平均涨幅较高,说明定价管制下新股定价市场化程度较低,价格需要经历较长一段时间的上涨才达到均衡水平。科创板和创业板改革后取消了对新股上市前5个交易日的涨跌幅限制,新股上市首日平均涨幅达140%以上。结合两板上市后一年平均涨幅为负的情况,说明整体上注册制新股定价与核准制相比更加接近于市场价值,同时也反映出在注册制改革明显增加了IPO供给的情况下,二级市场投资者仍然对“打新”“炒新”抱有高度热情,市场上非理性情绪较重,导致首日超高的涨幅透支了后续期间股价上涨的空间。这一行为模式不利于树立和巩固二级市场投资者信心,也不利于一级市场新股发行。

表2 新股上市后平均涨跌幅(%)

	主板	创业板 核准制阶段	创业板 注册制阶段	科创板
上市首日	43.60	44.00	177.43	145.03
上市后5日	27.95	32.24	-10.12	-4.65
上市后10日	58.88	77.13	-13.56	-4.70
上市后20日	95.81	154.54	-15.11	-5.17

① 参考证券日报网“近7成IPO公司募资不足 完善新股询价机制箭在弦上”,网址 <http://www.zqrb.cn/stock/gupiaoyaowen/2021-07-27/A1627322774793.html>。

② 上市首日涨跌幅=(首日收盘价-发行价)/发行价,上市后5日涨跌幅=(上市后5日收盘价-首日收盘价)/首日收盘价,其余指标以此类推。上市后N日指上市首日之后的第N个自然日,若当日非交易日则取前一交易日收盘价。

③ 2015年《上海证券交易所关于新股上市初期交易监管有关事项的通知》规定在新股上市首日“连续竞价阶段,有效申报价格不得高于发行价格的144%且不得低于发行价格的64%”,后续修订并未更改连续竞价阶段有效申报价格的上限。2014年《深圳证券交易所关于完善首次公开发行股票上市首日交易机制有关事项的通知》规定了“股票上市首日全日投资者的有效申报价格不得高于发行价的144%且不得低于发行价的64%”,规定现行有效。

	主板	创业板 核准制阶段	创业板 注册制阶段	科创板
上市后3个月	98.23	176.31	-19.04	-4.27
上市后6个月	86.66	165.07	-25.72	-8.37
上市后一年	63.45	125.83	-36.31	-8.45

(四) 合规情况

图6展示了券商从事保荐和承销业务受到处分的情况。在统计的157条券商处分记录中,按照内容划分,与尽职调查职责履行不到位相关的有52条,与信息披露不合规相关的有94条,与持续督导相关的有27条,对发行人或项目方情况核查不充分的有29条。此外,提及券商未勤勉尽责的有63条,未做到审慎核查的有49条。由此可见,券商在合规经营方面尚有不足,在严监管态势下需要进一步加强合规意识,切实履行诚实守信和勤勉尽责的责任,提高专业胜任能力并不断完善从业人员履职保障机制。

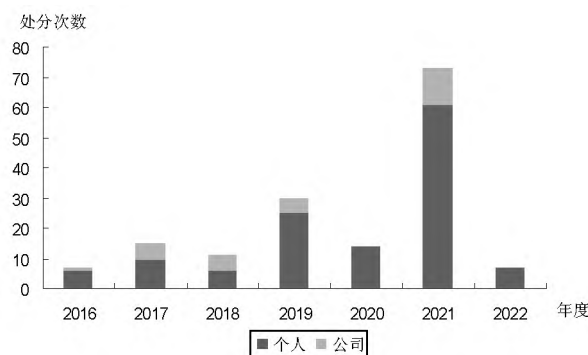


图6 券商受处分情况

五、结论与建议

通过梳理我国注册制试点以来监管部门发布的关于券商投资银行业务的法律法规,从项目遴选、保荐辅导、承销定价、信息披露、内部控制与合规管理等方面提出了注册制下券商服务新股发行定价应当承担的责任和应当具备的能力,进一步结合我国2016年至2022年8月的IPO数据,从总体情况、立项保荐、定价效率、合规情况等四个方面分析了我国券商服务新股发行定价的现状和问题。

研究发现,注册制试点工作启动以来,IPO数量和募集资金规模显著增长,为企业提供了更多直接参与资本市场发展壮大的机会,新股定价市场化程度相比于核准制阶段明显提升。但同时,部分券商在项目承揽和保荐过程中出现了项目质量较低、保荐材料准备不足或不合规范、对审核重点问题不够重视等问题,申请人和保荐人主动撤回发行申请的比例较高。其次,从整体上看,注册制新股承销和定价过程中由于制度不完善、承销商能力不足和机构投资者观念局限等原因出现了发行价过低、募资严重不足预期等现象;部分IPO项目没有通过买卖双方充分博弈形成合理的发行价格,机构专业定价能力没有得到发挥。最后,券商近年来在尽职调查、持续督导、信息披露等方面受到监管机构处分的次数较多,大多数处分记录都存在未尽到勤勉尽责和审慎核查的责任的情况,显然券商在合规经营、合规执业、合规文化等方面需要进一步加强。

券商作为提供新股发行定价服务的重要中介机构,在我国注册制延续并加强了以券商为核心的“保荐人牵头责任模式”(夏东霞和范晓,2019)^[1]的情况下,理应在项目遴选、保荐辅导和承销定价等各个环节严格履行规范执业、诚实守信、勤勉尽责的责任,为资本市场服务实体经济提供有力的支持。券商应当在我国注册制改革不断深化的过程中发挥更重要的作用,为更多的企业解决融资难问题,进一步激发社会的创新创业活力,通过支持高新技术产业和战略性新兴产业直接参与到直接融资市场中发展壮大,推动我国经济结构转型,实现创新驱动发展和建设世界科技强国的战略目标。对此,提出以下建议:

第一,建立健全声誉机制,倒逼券商提高专业水平和执业质量。长期以来,我国行政力量的干预使得新股发行过程中,券商作为保荐机构主要负责帮助发行人应对和通过审批而不是为市场筛选优质资产,券商的

资源渠道和人脉可能比专业能力更受发行人重视。再加上保荐资格获取门槛标高,声誉机制在我国没有发挥应有的作用。建立有效的中介机构声誉传递渠道是发挥声誉机制约束作用的关键(刘志云和史欣媛, 2017)^[17]。建议整合证监会、证券业协会、沪深交易所等监管机构和自律机构网站关于券商等各类中介机构及其人员的诚信记录、执业质量评价、涉及项目情况、违规处罚记录等信息,建立一个统一、便捷、面向社会公众的信息查询及公告平台,增加关于中介机构声誉信息的有效供给,从而发挥社会对中介机构的外部监督作用,迫使中介机构为增强自身业务获取的竞争力而切实提高专业水平和执业能力。

第二,提高券商自主配售权,增加基石投资者占比,鼓励和引导长期价值投资。当前我国一级市场上机构投资者打新热情依然高涨,许多机构依然停留在过去追求报价入围的模式中。此外,注册制新股发行采用比例配售或摇号配售的方式,设置了10%的网下投资者分类配售限售比例,诸多原因导致单家的网下投资者获配比例和金额较低。这种情况下,希望长期持有的机构在配售中无法获得足够的股权比例,为改善企业经营而做出的努力得不到足够的回报,导致缺少对机构从事新股价值研究并且提出合理报价的有效激励。建议增加券商对新股网下配售的自主权,允许承销商向具备独立研究能力、自主进行合理报价、以长期价值投资为目的的优质机构投资者分配更高比例,以此吸引基石投资者,并鼓励更多机构加强新股研究投入和细分领域人才队伍培养,充分借助机构的专业研究能力来提高新股定价市场化水平。此外,现有文献表明发行人的维基百科文章(Boulton et al., 2021)^[18]、社交媒体活动(杜伟岸和吕佳玲, 2018; Lundmark et al., 2017)^[19-20]和媒体报道(Bajo & Raimondo, 2017)^[21]等额外的信息来源可以增加个人和机构投资者的关注、影响IPO抑价,因此,主承销商可以在严格遵守法律规定的信息披露要求的同时,积极通过互联网和线下宣传等各种渠道吸引更多投资者的关注,并鼓励和引导个人和机构投资者进行长期投资及价值投资。

第三,充分发挥行业协会的作用,总结一线经验,指导提升行业整体水平。行业协会作为自律组织,应当承担凝聚行业共识、推动行业发展的责任(甘培忠和孔令君, 2015)^[4],因此行业协会可以组织调动发展成熟、经验丰富、执业质量高的会员单位,针对保荐申请、上市辅导、承销定价等环节中受到监管机构重视和可能影响执业质量的一系列要点进行案例汇总,提炼总结一线执业经验并对所有会员单位进行广泛的宣传和教育培训。行业协会负有监督会员单位的职责,应当密切关注会员单位在日常业务活动中的实际执行情况,对不规范行为乃至违法行为进行详细记录和客观的对外公告,将其纳入会员单位的等级评价和日常管理工作中,形成有效的激励约束机制。此外,行业协会也负有教育宣传职责,应进一步加强对会员单位及从业人员的诚信教育、廉洁教育、合规教育等,推进以“合规、诚信、专业、稳健”为核心的证券行业文化建设。

参考文献:

- [1] 夏东霞, 范晓. 科创板注册制背景下对中介机构“看门人”角色的再思考[J]. 财经法学, 2019(3): 131 - 147.
- [2] 广发证券课题组, 李风华, 葛凌. 注册制下券商定价责任与能力研究[J]. 证券市场导报, 2020(1): 11 - 21.
- [3] 唐应茂. 我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施[J]. 上海金融, 2014(7): 37 - 41.
- [4] 甘培忠, 孔令君. 论IPO注册制改革背景下中介机构作用之强化[J]. 法律适用, 2015(8): 17 - 24.
- [5] 张宗新, 吴钊颖. 科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率? [J]. 证券市场导报, 2021(4): 33 - 46.
- [6] 赖黎, 蓝春丹, 秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗? ——来自注册制的证据[J]. 管理世界, 2022(4): 172 - 184 + 199 + 185 - 190.
- [7] 吴锡皓, 张弛. 注册制改革对资本市场定价效率的影响研究——基于IPO抑价率的视角[J/OL]. 南开管理评论: 1 - 32 [2022 - 10 - 08]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.F.20220615.1548.005.html>.
- [8] 孙杨俊. 中美证券市场“看门人”机制对比及其启示[J]. 江淮论坛, 2020(6): 79 - 85.
- [9] 刘志云, 龙稳全. 论完善投资银行勤勉义务规制的路径选择[J]. 南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学), 2018(6): 135 - 147 + 157.

- [10]任泽宇. 券商分类制度下的保荐人 IPO 声誉效应与责任——兼论《证券法》修法下的科创板保荐制度[J]. 河北法学 2020(6):167-178.
- [11]周淳. 证券发行虚假陈述: 中介机构过错责任认定与反思[J]. 证券市场导报 2021(7):70-79.
- [12]丁宇翔. 证券发行中介机构虚假陈述的责任分析——以因果关系和过错为视角[J]. 环球法律评论, 2021(6):156-171.
- [13]史欣媛. 比例连带责任在中介机构虚假陈述责任认定中的适用[J]. 河南财经政法大学学报 2022(4):35-44.
- [14]邢会强. 证券中介机构法律责任配置[J]. 中国社会科学 2022(5):83-102+206.
- [15]董秀良, 刘佳宁, 徐世莹. 中国科创板 IPO 定价效率及影响因素研究[J]. 数理统计与管理 2021(3):526-543.
- [16]东北证券-复旦大学课题组, 董晨, 张宗新. 注册制新股发行市场化改革成效及其优化研究[J]. 证券市场导报 2022(2):2-13.
- [17]刘志云, 史欣媛. 论证券市场中中介机构“看门人”角色的理性归位[J]. 现代法学 2017(4):94-106.
- [18]Boulton T. J., Francis B. B., Shohfi T., et al. Investor Awareness or Information Asymmetry? Wikipedia and IPO Underpricing[J]. Financial Review 2021(3):535-561.
- [19]杜伟岸, 吕佳玲. 社交媒体大数据、投资者情绪与 IPO 抑价[J]. 北京邮电大学学报(社会科学版) 2018(3):59-68.
- [20]Lundmark L. W., Oh C., Verhaal J. C. A Little Birdie Told me: Social Media, Organizational Legitimacy and Underpricing in Initial Public Offerings[J]. Information Systems Frontiers 2017(19):1407-1422.
- [21]Bajo E, Raimondo C. Media Sentiment and IPO Underpricing[J]. Journal of Corporate Finance 2017(46):139-153.

Research on the Sponsoring and Underwriting Functions of Security Firms under the Background of the Registered System Reform

——Take the IPO Market for Example

XIN Daqi, QI Zhujun, ZHANG Shuang

(Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: Comprehensively implementing the registered system is the key content of the current capital market reform. Compared with the approval-based system, the registration-based system puts more emphasis on the role of security firms in prior checks and value discovery. Based on relevant laws and regulations and the practical data of our IPO market, we evaluate the achievements and practical problems in the work of IPO by quantitative means. According to a comprehensive analysis of the security firms' project selection, sponsor guidance, IPO pricing and compliance management, the results show that the number of IPOs and the amount proceeds have increased significantly and the efficiency of IPO examination procedure and the degree of market-based pricing have improved since the pilot of the registered system. This paper suggests further improving China's IPO system from three aspects - establishing the reputation mechanism, increasing the shares allocation rights of security firms, and leveraging the functions of industry associations - so as to effectively improve security firms' performance in serving direct finance activities.

Key words: Registered System; Security firms; Sponsor responsibilities; Pricing efficiency

(责任编辑: 黎芳)